

**ABIE, Associazione Blockchain, Imprese ed Enti**

Via di Valle Lupara, 10 - 00148 Roma

Codice Fiscale 97961230584

Roma, 4 Giugno 2019

Spettabile

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Divisione Strategie Regolamentari

Via G. B. Martini, n. 3

00198 ROMA

(Inviata Via SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno)

**Oggetto: Risposta alla Consultazione pubblica su “Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività”**

Nel formulare la presente risposta ABIE (Associazione Blockchain, Imprese ed Enti) intende, in primis, comunicare l'apprezzamento per gli obiettivi che si pone il documento in oggetto e per la metodologia di Consultazione pubblica adottata.

Prima di entrare nel merito delle considerazioni sui singoli quesiti, riteniamo necessarie fare alcune riflessioni di fondo da cui dovrebbero conseguire importanti considerazioni per il Regolatore.

Ci preme evidenziare innanzitutto che la cosiddetta **Tokenizzazione "conforme"** per il funding delle aziende e delle start up, ma anche per la resa liquida di beni illiquidi, potrebbe permettere a realtà imprenditoriali medio-piccole di accedere a capitali, italiani ed esteri, con modalità diversificate e integrative rispetto alle attuali forme. Si ritiene quindi che il nostro Paese non dovrebbe perdere queste opportunità mettendo in campo una regolamentazione che sappia cogliere sia gli obiettivi di adeguatezza e rigore in merito alla protezione degli investitori e al contrasto al riciclaggio e al terrorismo, sia l'obiettivo di abilitare e non contrastare nuovi modelli di business e non solo nuove fonti di finanziamento. Con soddisfazione rileviamo che quanto contenuto nel documento CONSOB in Consultazione Pubblica ci sembra andare appunto in questa direzione.

Ci teniamo inoltre a sottolineare che l'unione delle moderne tecnologie con le prassi bancarie e le tecnologie finanziarie, comunemente indicate nel fenomeno del Fintech, non riguarda soltanto l'utilizzo di una tecnologia piuttosto che un'altra per il trasferimento del valore ma fornisce la possibilità di creare nuove architetture economiche per la creazione, la distribuzione e il trasferimento del valore. Questo aspetto, ci deve far porre l'attenzione su una delle sfide che questo settore emergente si trova ad affrontare: la remunerazione e la valorizzazione dei beni cosiddetti intangibili il cui peso nei nuovi settori è

preponderante e spesso, pur andando a creare valore, evidenzia risultati economici e finanziari che l'attuale economia dello scambio non riesce a valorizzare. Risulta ormai chiaro che l'economia del nuovo millennio dovrà fondarsi su presupposti profondamente rinnovati che passano attraverso la gestione economica e finanziaria delle informazioni e dei dati.

**Q1: Si condivide la definizione di “cripto-attività” delineata nel Riquadro 1? Riesce la definizione a catturare le specificità rilevanti della cripto-attività rispetto all’approccio delineato nel presente documento?**

Si condividono le scelte di CONSOB di attribuire una codificazione ad hoc alla categoria delle cripto-attività e di prevedere una disciplina speciale (Categoria/Disciplina ad-hoc), sempre che si riesca a delineare una definizione decisamente ampia tale da includere tutte quelle attività che non rientrano nella categoria degli strumenti o prodotti finanziari.

Tuttavia, a parere di chi scrive, vi sono alcuni aspetti definitori da meglio chiarire.

a) Si fa riferimento innanzitutto alla definizione di Tecnologie basate su Registri Distribuiti (Distributed ledger technology o, in breve, DLT). A parere della scrivente con questa definizione di alto livello si dovrebbero ricomprendere i sistemi di registrazione, elaborazione e conservazione di dati attraverso archivi collettivamente mantenuti e controllati da un protocollo e da una rete di computer distribuiti, c.d. nodi, gestiti tramite un meccanismo di consenso. La Blockchain è una tipologia di Registro Distribuito, la cui caratteristica consiste nel raggruppare le proprie transazioni in blocchi, ciascuno dei quali è collegato crittograficamente al precedente, in ordine cronologico e sequenziale. Le DLT possono poi essere sia Permissionless/Permissioned sia Pubbliche/Private.

b) Altro aspetto definitorio su cui ci preme dare il nostro contributo è quello relativo alle cripto-attività. Da quanto contenuto in alcuni passaggi del documento, sembra chiaro si faccia riferimento ai cosiddetti Token, mentre in taluni altri passaggi sembra ci si riferisca sia alla Criptovaluta sia al Token.

Per fornire un contributo sperabilmente chiarificatorio ci preme sottolineare che le cripto-attività vanno meglio distinte secondo quando emerge evidentemente dai fondamentali tecnologici ed economici.

Occorre infatti considerare un modello generale per le cripto-attività che distingua la famiglia delle Criptovalute da quella dei Token; sono entrambi, secondo l'impianto definitorio, cripto-attività, ma hanno sostanziali differenze, sia dal punto di vista economico che a livello tecnologico.

Premesso che la Criptovaluta, o anche comunemente detta “valuta virtuale”, è un cripto asset destinato ad essere utilizzato come strumento di scambio di valore, la cui emissione e il cui scambio avviene mediante la specifica Tecnologia di Registro Distribuito che ne garantisce la sicurezza e l'incorruttibilità, si pone l'attenzione sul fatto che è il Protocollo della specifica Tecnologia presa in considerazione che controlla l'emissione e il trasferimento di unità di valore di criptovaluta da un Address (o wallet o partecipante) a un altro. Una Criptovaluta nativa è utilizzata per remunerare i nodi che eseguono le operazioni di validazione necessarie per garantire la correttezza e la sicurezza delle transazioni e, in ultimo, della Blockchain stessa. La Criptovaluta nativa permette la sicurezza della Blockchain; i Validatori lavorano ‘apportando’ sicurezza perché possono guadagnare Criptovaluta. Le Blockchain e le altre tecnologie basate su Registri Distribuiti garantiscono un elevato livello di sicurezza all'intero sistema nel quale avvengono i trasferimenti (passaggi di stati) delle Criptovalute.

Il Token è la rappresentazione digitale di un'attività o di un bene fisico registrato all'interno di un sistema di registro distribuito, che può incorporare diritti di diversa tipologia e natura, emesso mediante appositi Smart Contract a seguito dell'acquisto da parte di un address/wallet/partecipante/investitore. I Token non sono quindi direttamente funzionali alle 'operation' di una Blockchain; la utilizzano invece in quanto sono emessi e gestiti mediante Smart Contract.

I Token utilizzano la tecnologia in esame in varie fasi: generazione (del diritto), trasferimento (del diritto), custodia (del diritto).

La Tecnologia Blockchain al momento utilizzata in prevalenza per la gestione di Token è Ethereum e lo Smart Contract standard più utilizzato è lo Smart Contract Standard ERC20.

c) Appare inoltre non condivisibile il riferire la emissione di cripto-attività soltanto a progetti imprenditoriali. Infatti in considerazione dell'ambito di applicazione della categoria/disciplina ad-hoc, richiediamo di valutare, se coerente nelle responsabilità del Regolatore, l'inclusione delle offerte al pubblico relative a quei *Token* che non sono legati alla partecipazione ad iniziative o progetti imprenditoriali, ma che, pur non rientrando nella definizione di strumenti finanziari, incorporano diritti connessi ad *asset* illiquidi, come potrebbe essere qualsiasi bene, sia che si tratti di beni immobili, mobili o opere d'arte, etc.. Se tale inclusione fosse adottata la nuova normativa permetterebbe di sfruttare appieno quella che è una delle applicazioni più interessanti e dirompenti della tecnologia in esame, ossia la possibilità che la stessa offre di "Tokenizzare" e quindi di rendere tangibili/liquidi *asset* altrimenti intangibili/illiquidi.

Tale estensione normativa, se confermata, permetterebbe per citare un passaggio dell'*advice* dell'ESMA dello scorso gennaio, di generare quelle "dinamiche virtuose capaci di aumentare la liquidabilità di *assets* altrimenti illiquidi in un contesto di un mercato disintermediato e quindi meno costoso".

d) Con riferimento alle ovviamente giuste istanze relative AML e CFT si evidenzia che le stesse potrebbero trovare risposte nella messa in campo di meccanismi tecnici tali da creare dei legami univoci e non modificabili tra Address e Identità certificata e che permettono la tracciabilità dei trasferimenti dei Token. Da un punto di vista tecnico, l'identificazione del titolare dei diritti non pare ardua. Il modello da considerare potrebbe essere sintetizzato nell'affermazione che i *Token* sono di proprietà di 'chi' (Persona fisica o giuridica) in un determinato momento risulti inequivocabilmente associato, grazie alla diverse tecniche in uso.

**Q2: In particolare, si condivide la centralità degli elementi della finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali, dell'impiego di tecnologia basata su registri distribuiti e dello scopo ultimo della circolazione delle cripto-attività in appositi sistemi di scambi?**

Si condivide certamente la centralità della finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali, che bene fa il paio con le finalità del mercato del *crowdfunding*. A parere della scrivente si dovrebbe tuttavia estendere tale finalizzazione anche ai beni illiquidi/intangibili, come già evidenziato nella risposta al Quesito1. Si condivide inoltre lo scopo ultimo della circolazione in appositi sistemi di scambio.

Si ritiene utile rilevare però che, assunta la tripartizione tra cripto-attività riconducibili a strumenti finanziari, cripto-attività ibride e cripto attività funzionali (cd. Utility Token), debba essere fortemente differenziata la destinazione alla successiva negoziazione dalla mera trasferibilità a vario titolo degli utility

Token. Trasferibilità che potrebbe trovare ragione in temi di integrazione funzionale (uno spedizioniere ed un deposito), di passaggio generazionale (un'opera d'arte Tokenizzata) o documentale (la certificazione di un dato, di un software o di una licenza).

**Q3: Riesce la definizione ad escludere con chiarezza le fattispecie non idonee a costituire oggetto di trattazione secondo l'approccio delineato nel documento (i.e. *pure commodity-Token* non destinati alla circolazione su circuiti di scambio di tipo secondario, valori mobiliari/strumenti finanziari come codificati dalla disciplina EU)?**

In premessa, è bene ricordare come le cripto-attività di natura ibrida - nel Parere rilasciato da ESMA alla Commissione UE nel gennaio 2019 - non sono di facile risoluzione in quanto non esiste una soluzione unica per quanto riguarda la qualificazione giuridica. Inoltre, altrettanto insoddisfacente sembrerebbe l'utilizzo di un criterio di "prevalenza" dell'una o dell'altra componente per stabilire in quale categoria (o sottocategoria) ricada il Token. La scrivente non ritiene soddisfacente la definizione suddetta in quanto carente del definire i Token assolutamente non eligibile per la normativa in via di realizzazione.

Si ritiene quindi che un approccio operativo debba tenere conto delle tipologie di tecnologie, di Token e di coin presenti sul mercato aiutando gli emittitori e gli acquirenti ad evidenziare aspetti sostanziali e fondanti dei singoli Token. La scrivente si sofferma su uno di questi ovvero la potenziale negoziabilità e/o trasferibilità dei singoli Token evidenziando che Token meramente trasferibili, che passano di mano in mano per ragioni funzionali o connesse al modello di business, non dovrebbero essere oggetto di alcuna disciplina mentre dovrebbero esserlo i Token negoziabili ovvero offerti ad un pubblico indifferenziato in ragione di fluttuazioni di prezzo o di accumulo degli stessi

**Q4: La disciplina vigente per strumenti e prodotti finanziari prevede regole all'ingresso volte a graduare i diversi presidi posti a tutela degli investitori; si condivide la previsione di una disciplina delle cripto-attività regolate che invece non contempla, ad esempio, soglie di valore per esenzioni (riferite alle emissioni sotto soglia) oppure maggiori presidi (per le emissioni sopra soglia)?**

La scrivente non condivide che la disciplina non contempli da subito l'adozione di principi di esenzione. Si potrebbe, in particolare, valutare l'adozione di eventuali soglie di esenzione per le PMI. Parimenti, sarebbe essenziale garantire che i requisiti regolamentari italiani non siano eccessivamente rigidi rispetto a quelli in essere in altre giurisdizioni al fine di disincentivare 'migrazioni imprenditoriali' o "shopping regolamentari"

**Q5: Si condivide la proposta di ampliare la gamma delle attività che possono essere effettuate dai gestori di portali di *crowdfunding* a comprendere anche la promozione di offerte di cripto-attività di nuova emissione? Si chiede inoltre di fornire motivazioni e/o dati a supporto dell'identificazione di eventuali sinergie/opportunità che possano scaturire dallo svolgimento di entrambe le attività, oppure rispetto a eventuali ragioni di contrarietà.**

La scrivente condivide la proposta, fermo restando che tra le condizioni sia prevista anche la rispondenza a requisiti tesi ad evidenziare l'attenzione posta da parte di CONSOB nell'assicurare che i gestori di Crowdfunding siano realmente qualificati dal punto di vista delle competenze specifiche per la gestione delle crypto-attività. L'idea del *crowdfunding* quale naturale alveo in cui favorire uno sviluppo "ordinato" della Tokenizzazione è apprezzata sia dal punto di vista della "coerenza sistematica" che da un punto di vista commerciale. Il mercato del *crowdfunding* è in attesa di esprimere le proprie potenzialità, in Italia, come in EU ed una efficace implementazione della disciplina di tale mercato – soprattutto con riferimento al secondario – potrebbe dare un grande impulso, fungendo anche da volano per lo sviluppo di nuovi modelli di business.

**Q6: Si condivide la proposta di estendere lo svolgimento dell'attività di gestione di piattaforme per le offerte di crypto-attività anche a soggetti operanti sin dall'inizio ed esclusivamente in crypto-attività (ovvero che non abbiano già avviato un'operatività quali gestori di portali per le offerte di crowdfunding autorizzati dalla CONSOB)?**

La scrivente condivide.

**Q7: L'approccio delineato per lo svolgimento delle offerte in sede di nuova emissione di crypto-attività riesce a conciliare le caratteristiche del fenomeno con le esigenze di tutela degli investitori? Si condivide, in particolare, la previsione di un regime cosiddetto di opt-in, articolato nei termini sopra descritti?**

Con riferimento alle piattaforme per le offerte, che avrebbero un ruolo di garanzia nei confronti dell'investitore, il loro sviluppo e la promozione è auspicabile. Considerata inoltre la fase iniziale del ciclo tecnologico e la possibilità di sviluppo di nuovi modelli di business, lasciare un regime di opt-in è ottimale in una fase transitoria.

Si ritiene peraltro che le esperienze effettuate in altre nazioni che hanno adottato specifiche sandbox suggerisca che a fianco del concetto di opt-in vi sia una disciplina transitoria ad hoc prevedendo, ad esempio, la possibilità di opt-in in un congruo periodo dopo il lancio sul mercato o con il raggiungimento di capitalizzazione (ovvero valorizzazione del Token per numero di Token emessi) sopra soglie determinate. Infine, in raffronto ai casi ibridi, si reputa che dovrebbe essere fatto un maggior sforzo per identificare le crypto-attività evidentemente non eligibile per l' opt-in in modo da non lasciare al singolo operatore la scelta. Si ritiene infatti a tal proposito che "prudenzialmente" il mercato si potrebbe orientare indifferenziatamente sull' opt-in anche nel caso di soluzioni che non avrebbero o non avrebbero ancora le caratteristiche neanche di far sorgere dubbi di ibridazione.

**Q8: Si ritiene opportuno, nell'ottica della maggiore tutela degli investitori, stabilire uno stretto collegamento fra l'offerta di crypto-attività di nuova emissione, realizzata per il tramite di piattaforme vigilate, e il loro successivo accesso a un sistema di scambi dedicato soggetto a regolamentazione e vigilanza (cfr. paragrafo che segue)?**

Si condivide l'opportunità che la stessa Piattaforma implementi in modo integrato sia la gestione di emissione di *Token*, sia la gestione del sistema di scambio ai fini di crowdfunding attraverso piattaforme vigilate, che avrebbero il ruolo fondamentale di facilitare il controllo nel prosieguo dell'iniziativa imprenditoriale. Questo tipo di impostazione potrebbe da un lato estendere la vigilanza e dall'altro facilitare l'accesso dell'offerente/proponente al mercato secondario

Il presidio da parte di un organismo regolato sia dell'offerta sia dello scambio aumenta la garanzia che il progetto di business abbia una continuità di presidio anche dopo l'offerta. Il processo di quotazione direttamente sulla piattaforma di scambio garantisce che il *Token* emesso abbia subito un mercato in cui essere negoziato.

**Q9: Quali requisiti minimi si ritiene che debbano possedere i soggetti che emettono cripto-attività, affinché queste ultime possano essere accettate per la negoziazione?**

I soggetti che emettono cripto-attività devono soddisfare requisiti minimi oltre che di carattere reputazionali anche riguardanti lo specifico progetto di business che deve essere adeguatamente corredato di business plan, business model, disponibilità di POC e/o MOV ecc.

**Q10: La proposta definizione di “sistema di scambi di cripto-attività” è idonea a comprendere i modelli di business, allo stato noti, di circuiti per la negoziazione di crypto-asset?**

La scrivente ritiene idonea la definizione con riferimento alla negoziazione.

**Q11: I requisiti sopra individuati, il cui accertamento è condizione per l'attribuzione della qualifica di sistema di scambi di cripto-attività da parte della CONSOB, sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connaturati alla negoziazione di cripto-attività?**

La scrivente ritiene I requisiti siano adeguati a neutralizzare I rischi connaturati alla negoziazione

**Q12: I requisiti sopra individuati, il cui accertamento è condizione per l'iscrizione del sistema nel registro tenuto dalla CONSOB, sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connessi alla custodia delle risorse finanziarie, delle cripto-valute e delle cripto-attività da parte del sistema, nonché alla realizzazione di un regolamento efficiente e sicuro delle contrattazioni che avvengono sul sistema?**

La scrivente ritiene che vada inserita una terza tipologia di servizi e di piattaforme, oltre le piattaforme per l'emissione delle cripto-attività e la gestione della negoziazione ed effettuazione degli scambi. Ci riferiamo ad una **servizio di custodia** che deve prevedere una definizione stringente dei requisiti per livelli di sicurezza di livello massimo. La piattaforma/servizio può essere dedicata esclusivamente alla custodia delle cripto-attività o può essere integrata nella piattaforma di scambio, purchè venga garantita sicurezza e conformità alla legge. Anche questo tipo di piattaforme devono essere soggette a una regolamentazione rigorosa e agile. È bene a tal riguardo ricordare che, solitamente, i *Token* sono detenuti direttamente dagli utenti. Tuttavia, è accaduto che diversi *exchange* fossero attaccati da pirati informatici o che le chiavi private dei *wallet* dell'*exchange* in cui erano collocati momentaneamente i *Token* dei loro clienti fossero

smarrite. Pertanto, le uniche regole in grado di salvaguardare gli investitori sono quelle che stabiliscono in capo al depositario (*exchange*) regole più stringenti anche rispetto alla custodia dei *Token*.

**Q13: Quali caratteristiche dovrebbe avere la blockchain al fine garantire un adeguato livello di sicurezza del registro distribuito su cui le cripto-attività vengono registrate e trasferite?**

Ad avviso della scrivente le caratteristiche di una blockchain al fine garantire un adeguato livello di sicurezza del registro distribuito su cui le cripto-attività vengono registrate e trasferite, debbono essere:

- a) Blockchain Pubbliche Permissionless ‘Mature’. Al momento Bitcoin ed Ethereum. Un osservatorio andrà costituito per monitorare le ‘Mature’ e per definire nuove inclusioni.
- b) Blockchain Permissioned o Permissionless Private che abbiano un numero di nodi al di sopra di una soglia predefinita, che abbiano un algoritmo realmente ‘protettivo’ e i cui nodi siano notevolmente distribuiti tra diversi Enti qualificati.

È opportuno evidenziare che solo con la blockchain permissionless pubblica, che può esistere solo con un asset nativo e un sistema di incentivazione economico, la sicurezza del sistema è decisamente alta (rif. Bitcoin e Ethereum), mentre in altre tipologie di blockchain o DLT, quali quelle permissioned private dove la decentralizzazione è più limitata e l’accesso al sistema è possibile solo per quei nodi autorizzati in base a delle regole predefinite, la sicurezza è decisamente più limitata.

Pertanto, qualsiasi tipo di blockchain o registro distribuito dovrà necessariamente ben ponderare la tipologia di meccanismo consenso prescelto, un sistema di incentivazione, il grado di distribuzione dei nodi tali da rendere il sistema prescelto sufficientemente distribuito.

**Q14: Si condivide la scelta di introdurre un meccanismo di “opt-in” per l’iscrizione nel registro dei sistemi di scambi di cripto-attività, che sarebbe tenuto dalla CONSOB?**

La scrivente condivide la scelta

**Q15: In connessione con l’eventuale introduzione di un regime speciale per l’emissione e la circolazione delle cripto-attività, con l’obiettivo della tutela degli investitori, si ritiene opportuno che le autorità valutino la previsione di un regime transitorio in ragione del quale la prosecuzione degli scambi di Token già emessi risulti possibile solo a condizione che l’organizzatore del sistema di scambi registrato presso la CONSOB abbia verificato la sussistenza e la pubblicità di adeguate informazioni per gli investitori sui Token scambiati?**

La scrivente auspica la previsione di un regime transitorio di 3 anni, con le modalità e le finalità descritte nel quesito al fine di permettere alle ICO già emesse di rispondere a dei requisiti minimi, e la creazione di tavoli di lavoro congiunti con i partecipanti alla presente consultazione per seguire l’evoluzione tecnologica che continua ad essere incessante ed a volte poco prevedibile.

La scrivente ABIE ritiene inoltre importante evidenziare che, analizzando la situazione internazionale e quanto emerge nelle aziende che operano in questo settore attraverso ICO o IEO, il Regolatore dovrebbe operare un allargamento delle riflessioni iniziando a considerare anche il tema delle **Organizzazioni Autonome Decentralizzate (DAO)** (Decentralized Autonomos Organization) che utilizzano strumenti innovativi per creare governance distributa. In ottica di creazione del valore e distribuzione del benessere,

considerato che siamo nell'epoca della condivisione, deve palesarsi che i Token e le blockchain sono anche lo strumento per permettere la creazione di modelli economici collaborativi/partecipativi, in cui, l'aspetto economico come l'apporto di capitali è solo uno degli apporti che in realtà mette in campo il 'sostenitore', andando a delineare un nuovo tipo di risparmiatore/investitore che non riesce a essere regolato e protetto con le attuali regole.

ABIE  
Il Presidente  
Giuliano ing. Pierucci

